稳健医疗（300888.SZ）

一文拆解稳健医疗招股说明书

以“棉”为主题的大健康领军企业。公司以“棉”为主题，从医疗切入消费赛道，围绕“稳健医疗”、“全棉时代”两大品牌开展大健康业务，产品覆盖医疗、护理、家纺服饰多领域。**公司是全棉无纺消费品市场的开拓者、医用敷料行业领军企业**，双板块互促协同发展。2017-2019 年公司收入/业绩 CAGR 分别 14%/13%，2019 年分别达 45.8/5.5 亿元。

健康消费品占比六成，线下直营拉动增长。分业务来看，2019 年消费品/医用敷料/全棉水刺无纺布收入占主营业务比重分别 67%/26%/6%，消费品拉动增长明显，占比逐年提升，医用敷料相对应占比下降。**分渠道来看，**1）**线下直营门店是公司最主要的增长引擎**（基本全为“全棉时代”店铺），2018/2019 年直营门店数量增加 53/51 家至 199/250 家，店效相对平稳。2）电商业务主要为消费品线上销售，占主业/消费品收入 35%+/50%+，其中天猫、京东平台覆盖九成，以平台直营旗舰店直销为主。

消费品品牌力系优胜关键。消费品业务 2017-2019 收入 CAGR 达 19%（同期公司整体收入 CAGR 14%），是公司业绩增长的主要来源。**1）产品构成：**首创无纺棉柔巾最受欢迎，服饰类增速较高。**2）销售模式：**直销为主，线上占比 55%，线下直营扩张迅速。**消费品业务从品牌定位、营销、产品共建“全棉时代”品牌力：**1）主打健康、环保、安全契合高质消费需求，医疗领域高权威性强化“医学级消费品”品牌定位；2）辅以内容营销，全棉生活理念丰富品牌内涵；3）首创全棉“棉柔巾”实现品类创造性成就。

医用敷料协同发展，高端敷料成重点方向。1）产品构成：伤口护理产品占六成，高端敷料系重点发展方向比重提升。**2）销售模式方面，**七成以 OEM 模式直销销往境外，三成以自有品牌经销销向境内。**稳居行业前列，多年口碑积淀：**1）品牌端：持续质量稳定输出带来行业口碑和品牌积淀；2）研发端：实力雄厚水平升级，行业标杆级质控水平赢得市场信赖。3）产品端：传统产品推陈出新，高端敷料持续探索。

收入/业绩爬坡，毛利率稳中有升。2017-2019 年公司收入/业绩 CAGR 分别 14%/13%达 45.8/5.5 亿元。**1)**公司收入经 2013-2017 年高速发展期（CAGR 29%）、2017-2019 年稳健爬坡期（CAGR 14%），2019 年达 45.75 亿元，97%+来自销售主业。**2)** 营业成本中五成系直接材料成本，高毛利消费品占比增加拉动主业毛利率提升。**3)** 公司加大研发投入研发费用率高于行业，消费品销售费用最高约 40%。**4)** 净利率保持相对稳定，2019 年业绩同增 29%至 5.5 亿元。**5)** 营运良好，存货周转变缓但库龄健康。

风险提示：新冠疫情超预期不利消费品终端销售；市场竞争加剧风险；海外业务拓展不及预期；外汇波动风险。

股票信息

行业	纺织服装

发行数据

总股本（万股）	37,649
发行数量(万股)	-
网下发行(万股)	-
网上发行(万股)	-
保荐机构	中国国际金融股份有限公司
发行日期	2020/9/7
发行方式	网上发行,网下配售,战略投资者配售

作者

分析师 鞠兴海
执业证书编号：S0680518030002
邮箱：juxinghai@gszq.com
分析师 杨莹
执业证书编号：S0680520070003
邮箱：yangying1@gszq.com

股东信息

稳健集团有限公司	77.14%
北京红杉信远股权投资中心(有限合伙)	9.16%
深圳市康胜投资合伙企业(有限合伙)	5.68%
深圳康欣投资合伙企业(有限合伙)	3.01%
深圳市创新投资集团有限公司	2.26%
深圳康隆投资合伙企业(有限合伙)	1.82%
深圳康立投资合伙企业(有限合伙)	0.93%

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

内容目录

1. 公司简介.....4
1.1 医用敷料切入消费赛道.....4
1.2 股权结构稳定.....4
1.3 募集资金用途.....4
2. 行业概况及行业地位.....5
2.1 消费品行业：全棉无纺消费品市场的开拓者.....5
2.2 医用辅料行业：深耕多年，规模领先.....6
2.3 非织造布行业：以棉纤维为原材料，差异化竞争.....6
3. 消费品系主力+增长引擎，医用敷料协同发展.....6
3.1 业务总览.....6
3.2 健康生活消费品.....7
3.2.1 产品构成：无纺棉柔巾最受市场欢迎.....7
3.2.2 销售模式：电商占比过半，线下直营门店系重要增长点.....8
3.2.3 竞争优势：差异定位契合市场，产品首创地位领先.....11
3.3 医用敷料.....12
3.3.1 产品构成：高端医用敷料系重点发展方向.....12
3.3.2 销售模式：七成销往境外，以 OEM 模式为主.....13
3.3.3 竞争优势：产品创新持续、研发水平雄厚、质量输出稳定.....14
3.4 全棉水刺无纺布.....15
4. 财务分析.....16
4.1 营业收入：消费品拉动增长，境外主要为医用敷料.....16
4.2 营业成本及毛利率：毛利率稳中提升.....17
4.3 期间费用：消费品业务销售费用高.....18
4.4 净利率：保持相对稳定.....19
4.5 存货及营运能力：周转变慢，库龄健康.....20
风险提示.....21

图表目录

图表 1：公司股权结构.....4
图表 2：募集资金用途.....5
图表 3：2007-2019 年我国社会消费品零售总额（亿元）.....5
图表 4：2013-2020E 我国网购市场交易规模及渗透率（万亿元，%）.....5
图表 5：2017-2019 年国内医用敷料出口前五名企业.....6
图表 6：2017-2019 年主营收入及其 YOY（亿元，%）.....7
图表 7：2017-2019 年主营收入分产品类别占比（%）.....7
图表 8：健康生活消费品板块主要产品.....7
图表 9：2017-2019 年健康生活消费品收入及其 YOY（亿元，%）.....8
图表 10：2017-2019 年健康生活消费品收入分产品类别占比（%）.....8
图表 11：2017-2019 年消费品直销/分销收入及占比（亿元，%）.....8
图表 12：2017-2019 年消费品线上/线下收入及占比（%）.....8
图表 13：2019 年公司各渠道收入及占健康生活品收入比重（亿元，%）.....9
图表 14：2017-2019 年消费品电商收入及占比（亿元，%）.....9
图表 15：2017-2019 年电商细分渠道收入占比（%）.....9

图表 16：2017-2019 年消费品电商主要平台占比（%）.....10
图表 17：2019 年消费品天猫/京东平台销售模式别收入（万元，%）.....10
图表 18：2017-2019 年消费品线下直营收入（亿元）.....10
图表 19：2018-2019 年线下直营收入增量拆分（亿元，%）.....10
图表 20：2017-2019 年门店数量及店均面积（家，平方米）.....11
图表 21：2017-2019 年门店平均收入（万元/家）.....11
图表 22：公司部分营销活动.....11
图表 23：医用敷料产品板块主要产品.....12
图表 24：2017-2019 年医用敷料收入及其 YOY（亿元，%）.....13
图表 25：2017-2019 年医用敷料收入分产品类别占比（%）.....13
图表 26：2017-2019 年医用敷料收入及 YOY（亿元，%）.....13
图表 27：2017-2019 年医用敷料渠道别收入占比（%）.....13
图表 28：2017-2019 年医用敷料直销/分销收入及占比（亿元，%）.....14
图表 29：2017-2019 年医用敷料境内/境外收入及占比（亿元，%）.....14
图表 30：2017-2019 年公司研发费用及研发费用率（%）.....14
图表 31：公司研发人员数量及占比（人，%）.....14
图表 32：全棉水刺无纺布产品.....15
图表 33：2013-2019 年营业收入及 YOY（亿元，%）.....16
图表 34：2013-2019 年归母净利润及 YOY（亿元，%）.....16
图表 35：2013-2019 年主营业务收入及占比（亿元，%）.....16
图表 36：2017-2019 年产品别收入占比（%）.....16
图表 37：2017-2019 年分地区主营业务收入（亿元，%）.....17
图表 38：2017-2019 年境外收入中医用敷料占比（%）.....17
图表 39：2017-2019 年生产成本构成（%）.....17
图表 40：2017-2019 年分产品毛利率（%）.....17
图表 41：医用敷料行业产品毛利率（%）.....18
图表 42：水刺无纺布行业产品毛利率（%）.....18
图表 43：2017-2019 年公司期间费用率（%）.....18
图表 44：2017-2019 年分产品销售费用率（%）.....18
图表 45：2017-2019 年医用敷料销售费用率（%）.....19
图表 46：2017-2019 年水刺无纺布销售费用率（%）.....19
图表 47：2017-2019 年各公司管理费用率（%）.....19
图表 48：2017-2019 年研发费用及研发费用率（亿元，%）.....19
图表 49：2017-2019 年公司毛利率/净利率/销售费用率（%）.....20
图表 50：2017-2019 年公司净利率（%）.....20
图表 53：2017-2019 年存货周转天数（天）.....20
图表 54：2013-2019 年存货及 YOY（亿元，%）.....20
图表 55：2017-2019 年存货结构（%）.....21
图表 56：2019 年存货库龄结构（%）.....21
图表 57：2017-2019 年应收账款周转天数（天）.....21
图表 58：2013-2019 年应收账款及 1 年以内账款占比（亿元，%）.....21

1. 公司简介

1.1 医用敷料切入消费赛道

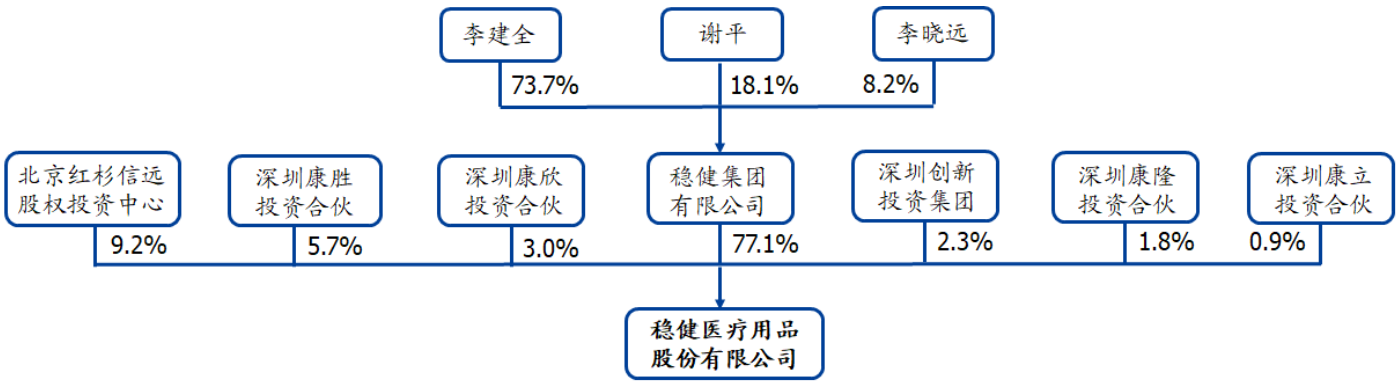
公司以“棉”为核心，围绕“winner 稳健医疗”、“Purcotton 全棉时代”两大品牌，**以全棉水刺无纺布为基础开展医用敷料、健康生活消费品的生产销售业务，达成医疗、消费板块的协同发展。**通过持续创新及不断拓展产业边界，公司已从单一的纱布类医用敷料生产企业发展成为覆盖医疗卫生、个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等多领域的大健康领军企业。其产品体系包括：1）医用敷料板块下的伤口护理产品、感染防护产品、消毒清洁产品；2）健康生活消费品板块下的无纺消费品及纺织消费品；3）工业中间品全棉水刺无纺布。

公司的发展起步于纱布、棉签等医用敷料业务，凭借全棉水刺无纺布产品切入消费品领域。1）2005 年，公司自主研发出全棉水刺无纺布工艺技术，用于解决传统医用纱布易掉纱线头引起伤口感染甚至引发医疗事故的问题。2）2009 年成立“Purcotton 全棉时代”品牌，创造性推出棉柔巾、纯棉卫生巾等产品，以其自主研发的全棉水刺无纺布为基础材料载体，业务逐渐向消费品领域倾斜。

1.2 股权结构稳定

截至目前，本公司实际控制人李建全通过稳健集团有限公司间接控制本公司 77.1%股份，本次公开发行后仍将间接控制公司 66.5%的股份，股权结构稳定。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.3 募集资金用途

公司拟募集 14.26 亿元资金，计划用于多项生产经营建设项目：1）高端敷料生产线建设项目（2.17 亿元，15%），拓展医用敷料产能；2）营销网络建设项目（7.05 亿元，49%），把握新零售趋势、强化全渠道营销网络布局；3）研发中心建设项目（2.35 亿元，17%），夯实创新力、研发力；4）数字化管理系统项目（2.69 亿元，19%），辅助公司数字化业务建设与管理。

图表 2：募集资金用途

序号	项目名称	拟投入募集资金（万元）	占比
1	高端敷料生产线建设项目	21,685.86	15.21%
2	营销网络建设项目	70,456.87	49.42%
3	研发中心建设项目	23,542.15	16.51%
4	数字化管理系统项目	26,881.05	18.86%
	合计	**142,565.93**	**100.00%**

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

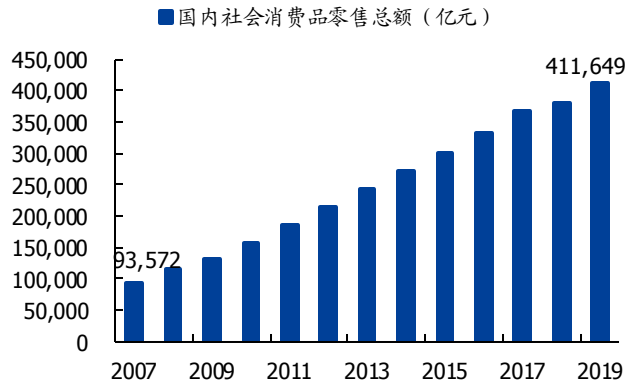
2. 行业概况及行业地位

2.1 消费品行业：全棉无纺消费品市场的开拓者

国内消费品市场及零售市场呈高速增长态势，社零总额由 2007 年的 9.36 万亿元增长至 2019 年的 41.16 万亿元，CAGR 达 11.16%。其中，线下零售与网络零售由对立、竞争逐渐向融合、互补的方向发展。消费品行业未来趋势必然是面向线上线下全客群，提供全渠道、全品类、全时段、全体验的新型零售模式。

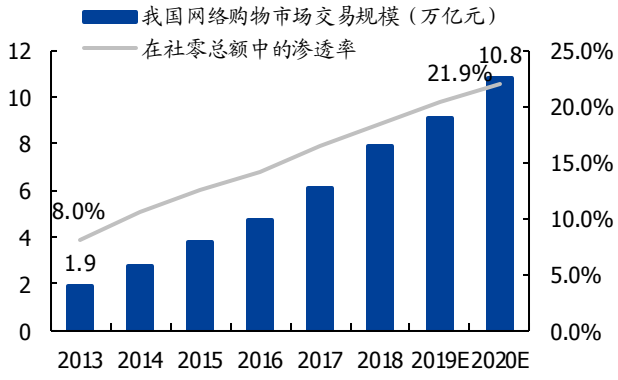
- **网络消费迎来爆发式增长。**据艾瑞咨询数据，随互联网场景化应用落地、在线支付及物流运输等产业的完善，我国网购市场 GMV 预计由 2013 年 1.9 万亿元上升至 2020 年 10.8 万亿元，CAGR 达 28.2%，在社零总额中的渗透率预计由 8.0%增加 13.9pcts 至 21.9%。
- **线下零售在承受电商发展的冲击后，因消费升级迎来了新机遇。**据商务部数据，2018 年实体零售回暖，典型零售企业销售额同比增长 4.2%，其中便利店/超市销售额增速分别达到 8.3%/4.3%。

图表 3：2007-2019 年我国社会消费品零售总额（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4：2013-2020E 我国网购市场交易规模及渗透率（万亿元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司是全棉无纺消费品市场的开拓者，全棉时代目前已成为消费者购买棉制消费品的首要选择之一。凭借领先的产品研发能力、医疗级的产品品质及深入人心的品牌形象，公司健康生活消费板块业绩快速增长，2017-2019 年分别实现营业收入 21.4 亿元、23.8 亿元及 30.3 亿元。2019 年全棉时代荣获 由 CCTV 主办的"新中国成立 70 周年 70 品牌"之誉。

2.2 医用辅料行业：深耕多年，规模领先

医用敷料包括伤口护理产品、感染防护产品及消毒清洁产品等。1）近年来**全球医用敷料市场规模基本稳定**，据 BMI Research 数据，2014-2018 年，全球医用敷料市场规模由 111.00 亿美元缓慢增长至 121.58 亿美元。2）随着我国医疗基建加快、居民健康意识提高，**国内医用敷料市场迎来快速发展时期**。2014-2018 年，根据 BMI Research 统计，我国医用敷料市场规模由 39.89 亿元增长至 65.38 亿元，CAGR 达 13.15%。

我国是全球医用敷料行业重要的生产地及市场，公司在其中位居前列。公司拥有从棉花采购到纺纱、织布的医用纱布全产业链。1）出口方面，多年来公司与奥美医疗、振德医疗占据着医用敷料出口前三名的地位。2）内销方面，国内医用敷料行业市场较为分散，销售收入达到亿元级别的企业较少，公司 2017-2019 年医用敷料内销收入分别为 2.80/3.56/4.05 亿元，具有领先的规模优势。

图表 5：2017-2019 年国内医用敷料出口前五名企业

排名	2019 年	2018 年	2017 年
1	奥美医疗	奥美医疗	奥美医疗
2	稳健医疗	稳健医疗	稳健医疗
3	振德医疗	振德医疗	振德医疗
4	施洁医疗	普尔德医疗	普尔德医疗
5	普尔德医疗	施洁医疗	施洁医疗

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.3 非织造布行业：以棉纤维为原材料，差异化竞争

水刺非织造布在我国起步甚晚但高速发展。水刺非织造布是一种新型柔性材料，综合了纺织、造纸、塑料和皮革四大柔性材料的优点，是非织造材料中技术含量高、产品风格好、应用领域广、备受好评的产品之一。据中国产业用纺织品协会数据，2018 年我国非织造布的产量为 593 万吨。**其中棉类水刺非织造布行业发展尤为迅速**，在下游旺盛需求的刺激下，我国全棉水刺无纺布生产线由 2015 年 26 条迅速扩张到 2018 年 45 条，总产能 11 万吨/年。

公司在全棉水刺无纺布领域处于市场前列。据中国产业用纺织品行业协会数据，2018 年我国全棉水刺无纺布总产能达 11 万吨/年，同年公司年产量 2.01 万吨占比 18.3%。我国水刺非织造布行业现状是企业数量多、规模小、单线产量低，优质企业少。业内公司主要竞争对手包括杭州诺邦、安徽金春等，**但该等公司主要以涤纶纤维、粘胶纤维为主要原材料，而公司生产的全棉水刺无纺布以棉纤维为原材料，形成差异化竞争**。

3. 消费品系主力+增长引擎，医用敷料协同发展

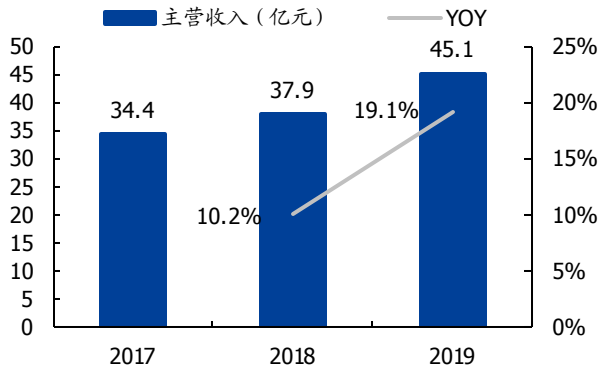
3.1 业务总览

公司以“棉”为核心，产品覆盖医疗及消费两大板块，其大健康产品体系包括：1）医用敷料板块下的伤口护理产品、感染防护产品、消毒清洁产品，2）健康生活消费品板块下的无纺消费品及纺织消费品，3）工业中间品全棉水刺无纺布。

健康生活消费品逾六成，占比逐年提升。公司主营业务收入来自医用敷料、健康生活消费品和全棉水刺无纺布的销售。其中，1）健康生活消费品逾六成且占比逐年提升，由 2017 年 62.4%提升 4.8pcts 至 2019 年 67.2%；2）相对应的，公司医用敷料销售占比

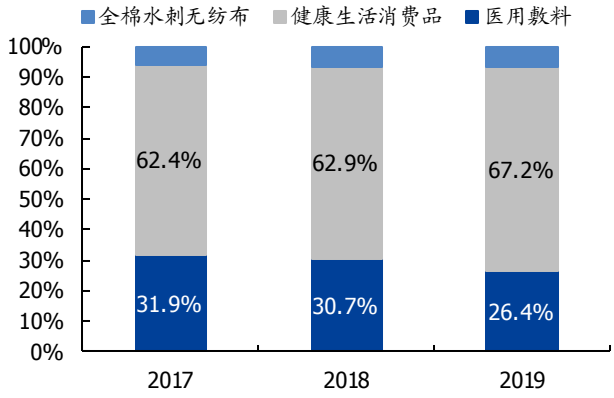
从 31.9%降 5.5pcts 至 26.4%，呈逐年下降趋势；3）全棉水刺无纺布占比 6%左右。

图表 6：2017-2019 年主营收入及其 YOY（亿元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 7：2017-2019 年主营收入分产品类别占比（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

生产方面，公司产品以自主生产为主、以外协加工和外购成品为辅，根据订单需求、销售计划及月度滚动销售计划严格制定相应的生产计划。

- **自主生产：以销定产。公司**依照市场需求预测，按月编制生产计划并每周微调。
- **外协加工：形式为委托加工。**公司将部分低附加值工序交由专业代工企业完成，借助其规模化生产降低成本。主要原材料如全棉水刺无纺布、纱布等由公司提供，外协单位负责缝制、印染、成品加工等并收取加工费用。
- **外购成品：**对于少量需要快速交付或超出公司产能的订单，公司直接采购成品以保证及时响应，该类产品主要为纱布片、纱布垫等工艺简单的传统敷料。

3.2 健康生活消费品

3.2.1 产品构成：无纺棉柔巾最受市场欢迎

公司健康生活消费品主要系“全棉时代”品牌产品，凭借其医疗级的产品品质、“舒适、健康、环保”的产品理念，从母婴用品切入消费品大类，销量获高速增长。2017-2019 年收入分别同增 11.2%/27.2%至 23.8/30.3 亿元，占主营收入逾六成且占比逐年提升，由 2017 年 62.4%提升 4.8pcts 至 2019 年 67.2%。细分来看，公司生产的消费品主要分为无纺消费品、纺织消费品。

图表 8：健康生活消费品板块主要产品

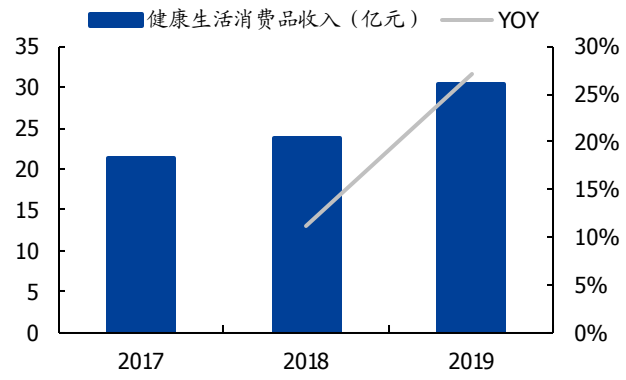
类别	产品品类	具体产品
无纺消费品	棉柔巾	棉柔巾
	湿巾	湿巾
	卫生巾	卫生巾
	其他无纺消费品	棉签、化妆品等、一次性内裤等
纺织消费品	婴童用品	婴童浴巾、婴童手帕等
	婴童服饰	婴童家居服、外出服、内衣裤等
	成人服饰	成人家居服、外出服、内衣裤等
	其他纺织消费品	床上用品、卫浴用品等

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- **无纺消费品：棉柔巾最受欢迎，市场空间广阔。**无纺消费品以全棉水刺无纺布为原材料，主打舒适、健康、环保的理念，主要产品包括棉柔巾、卫生巾和湿巾等。国内全棉无纺消费品市场起步不久、空间广阔，公司无纺消费品收入快速增长，2018/2019 年分别同增 12.1%/31.7%至 13.1/17.2 亿元。其中棉柔巾受市场欢迎程度最高，占无纺消费品比重过半、占健康生活消费品比重三成、占主营收入两成，仅其一类产品 2018/2019 年创收同增 20.4%/30.5%达 7.2/9.4 亿元。

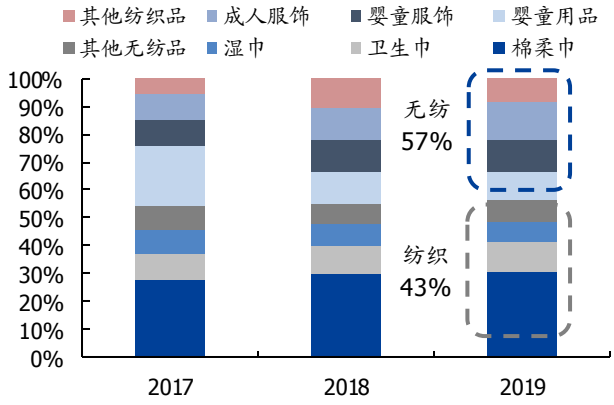
- **纺织消费品加速扩张，婴童服饰、成人服饰增速较高。**公司纺织消费品主要包括婴童用品、婴童服饰、成人服饰、其他纺织消费品等。纺织消费品销售收入规模加速扩张，2018/2019 年分别同增 10.1%/21.7%至 10.79/13.13 亿元。细分来看，婴童服饰、成人服饰增速较高，2018/2019 年分别同增 37.6%/27.4%、32.1%/51.0%，主要原因系公司就市场需求丰富了纺织服装产品线。

图表 9：2017-2019 年健康生活消费品收入及其 YOY（亿元，%）



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 10：2017-2019 年健康生活消费品收入分产品类别占比（%）

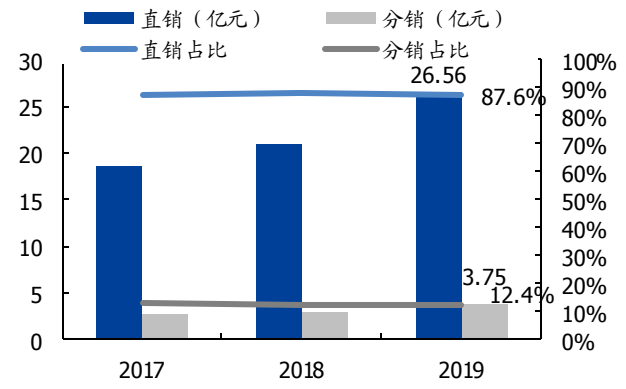


资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

3.2.2 销售模式：电商占比过半，线下直营门店系重要增长点

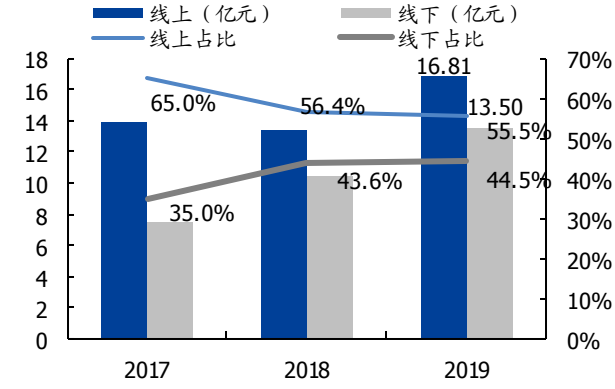
公司消费品形成直销为主、线上线下全覆盖的立体销售网络。1）分直销分销来看，公司消费品以直销为主，2018/2019 年消费品直销收入分别同增 12.2%/26.7%至 20.97/26.56 亿元，占消费品收入比重维持在 85%+。**2）分线上线下来看，消费品销售线上占比略高于线下，**2019 年分别 16.81/13.50 亿元占 55.5%/44.5%。线下占比由 2017 年 35%升至 2019 年 44.5%，主要系线下直营店增速拉动。线上收入 2018 年小幅下降系公司取消与部分 B2C 平台合作所致，2019 年恢复增长同增 25.2%至 16.81 亿元。

图表 11：2017-2019 年消费品直销/分销收入及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 12：2017-2019 年消费品线上/线下收入及占比（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

进一步细分来看，1）线上直营包括品牌直营旗舰店（46.5%，系 2019 年该渠道收入占消费品收入比例，下同）、全棉时代官网及 APP、小程序（2.3%）、寄售（0.6%），合计占比近五成。**2）**线上分销为 B2C 电商平台入仓模式分销（6.2%），2018 公司与唯品会取消传统入仓模式合作，致使该渠道收入有所下降。**3）**线下直销为线下直营连锁门店（38.3%），是公司近年最主要的增长引擎，创收及占比由 2017 年 6.47 亿元/30.2%一跃提升至 2019 年 11.62 亿元/38.3%，CAGR 达 34%。**4)**线下分销包括商超渠道（3.4%，包括部分直销）、大客户分销或定制采购渠道（2.8%）。由 2019 年收入占比我们可判断，**电商及线下直营门店是其主要渠道。**

图表 13：2019 年公司各渠道收入及占健康生活品收入比重（亿元，%）

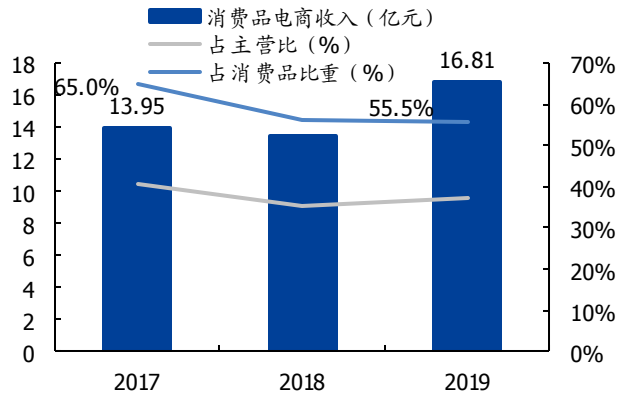
	直销			分销			线上/线下合计	
	渠道	收入（亿元）	占比	渠道	收入（亿元）	占比		
线上	B2C 平台自营店	14.1	46.5%	B2C 平台分销	1.9	6.2%	16.81	55.5%
	寄售	0.2	0.6%					
	官网、APP、小程序	0.7	2.3%					
线下	线下直营店	11.6	38.3%	大客户	0.8	2.8%	13.50	44.5%
				商超	1.0	3.4%		
	直销合计	26.6	87.6%	分销合计	3.8	12.4%	**30.31**	**100.0%**

资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：商超渠道中有少部分系公司直销，此处全部计入分销渠道。

电商渠道：占全渠道比重过半，其中天猫、京东平台覆盖九成。2019 年创收 16.81 亿元占比 55.5%。2018 年收入小幅下降系公司基于经营考虑，取消当年与天猫电商平台的超级品牌日活动合作、与唯品会的传统入仓合作，2019 年恢复增长同增 25.2%至 16.81 亿元。

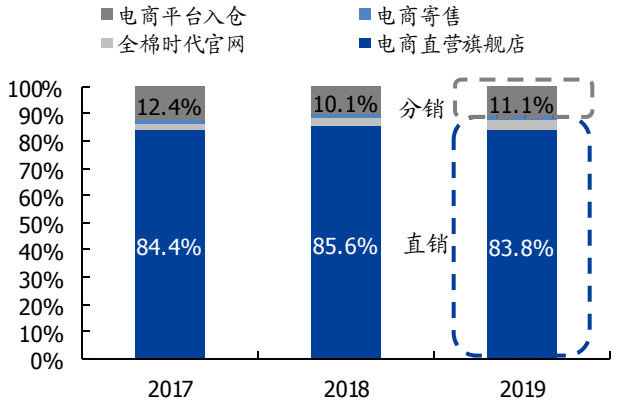
- 分具体销售模式来看，公司消费品的线上业务主要包括直销模式的直营旗舰店、官网、电商寄售，及分销模式的 B2C 平台入仓分销。其中直销模式中的**电商直营旗舰店系最主要的电商业务模式**，2017-2019 年该渠道占比分别 84.4%/85.6%/83.8%，B2C 平台分销模式占比分别 12.4%/10.2%/11.1%，其余两种方式官网、电商寄售占比合计仅低单位数。

图表 14：2017-2019 年消费品电商收入及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 15：2017-2019 年电商细分渠道收入占比（%）

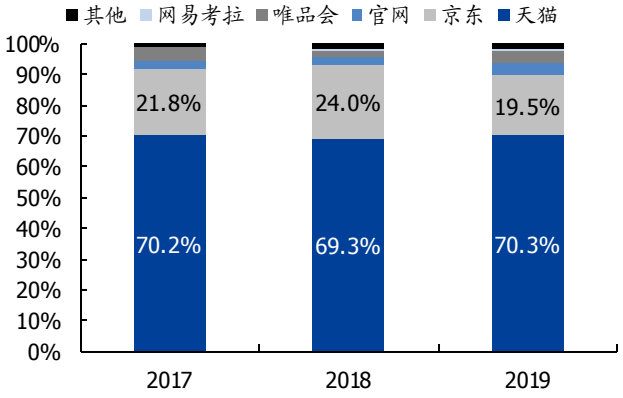


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

分具体平台来看，公司开展线上业务的主要电商平台包括天猫、京东、全棉时代官网、唯品会、网易考拉等。前两大平台天猫、京东业务覆盖九成电商业务：与天猫平台的合

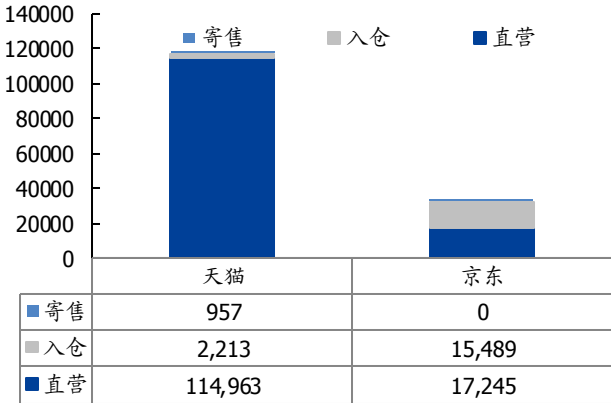
作占消费品电商业务比重维持在 70%左右，京东平台占比约两成，其余平台业务合计占比约一成。具体到各平台合作模式，天猫合作业务中 97%系直销（直营旗舰店）业务，而京东合作业务中直销（直营）/分销（入仓）分别占比 53%/47%。

图表 16：2017-2019 年消费品电商主要平台占比（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 17：2019 年消费品天猫/京东平台销售模式别收入（万元，%）



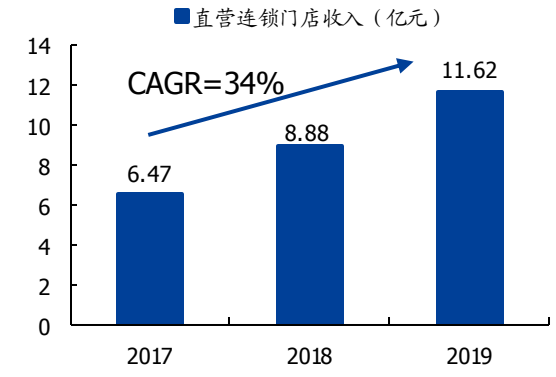
	天猫	京东
寄售	957	0
入仓	2,213	15,489
直营	114,963	17,245

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

线下直营：线下连锁直营门店是公司最主要的增长引擎。消费品线下直营店创收 2017-2019 年分别 6.47/8.88/11.62 亿元，占消费品收入比重 30.2%/37.3%/38.3%，近 2 年 CAGR 达 34%远高于公司营收 CAGR 14%。

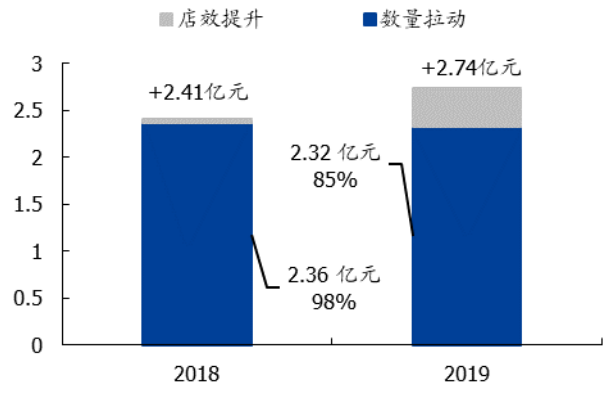
- **量价拆分来看，直营门店增长主要系数量驱动。**2018/2019 年线下直营店分别增长 2.41/2.74 亿元，同比增长 37.2%/30.8%。其中门店数量增长驱动为主：**1）门店数量持续增长。**公司加速零售网络下沉，不断扩张线下直营店规模，2018/2019 年消费品线下直营门店数量增加 53/51 家至 199/250 家，**2）店效相对平稳。**公司在营门店平均收入 2018/2019 分别同增 0.7%/4.2%至 446.4/464.9 万元/家。随公司对部分门店形象改装升级、调整店铺位置、新增 300 平米以上的大店，店效平稳略增长 2019 年达 465 万元/店。未来公司将继续下沉夯实渠道，并借新零售之势，加速终端零售网络布局的节奏。

图表 18：2017-2019 年消费品线下直营收入（亿元）



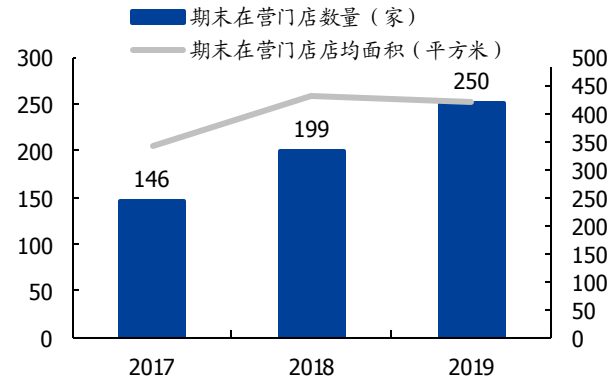
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 19：2018-2019 年线下直营收入增量拆分（亿元，%）



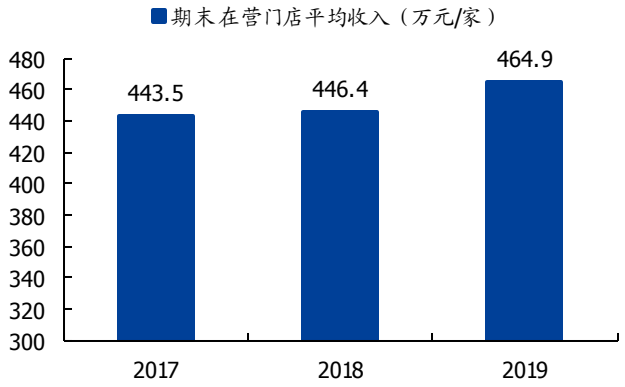
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 20：2017-2019 年门店数量及店均面积（家，平方米）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 21：2017-2019 年门店平均收入（万元/家）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.2.3 竞争优势：差异定位契合市场，产品首创地位领先

健康生活消费品“Purcotton 全棉时代”品牌作为后起之秀增长迅速，系公司重要的增长引擎，**其竞争优势来自于品牌定位、营销、产品共同构建的品牌力**：1）健康、环保、安全、医学级的消费品品牌定位契合高质消费群体需求；2）辅以内容营销，通过传递全棉生活理念丰富品牌内涵；3）首创全棉制“棉柔巾”深受市场欢迎，达成品类创造性成就。

- **品牌及营销端：差异化消费品定位，内容营销助力品牌建设。**“Purcotton 全棉时代”品牌**定位于医学健康级消费品，**牢抓消费升级背景下的高品质消费需求，依靠“医学贴近生活，全棉呵护健康”的理念差异化品牌定位、培养消费者忠诚度。营销方面，除借助直营门店、明星代言、新媒体、广告等多元方式之外，公司进行内容化营销以丰富品牌形象内涵。公司 2014 年至今举办 30 余场“全棉改变世界”城市巡展；2015 年与央视合作契合品牌形象的纪录片《布衣中国》进行文化输出，**将品牌营销拓展为全棉生活方式的消费文化输出，培育消费者对品牌的感知度和忠诚度**。

图表 22：公司部分营销活动

时间	营销活动
2014 年	2014 年起共举办“全棉改变世界”城市巡展 30 余次
2015 年	与中央电视台合作纪录片《布衣中国》
2018 年	与国家地理中文网合作启动“棉·自然·人”百万摄影大赛
2019 年	十周年主题营销活动，携手明星王俊凯举办线下见面会及全国品牌巡展

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- **行业认可度：**公司的质控、研发水平享誉医用敷料行业，**高度的医疗行业认可大大强化了全棉时代“医学级消费品”品牌定位。**1）质量检测方面，公司先后被邀请参与多项国家标准及行业标准的制定，质量管理体系通过 ISO13485 、美国 FDA 21CFR820、中国医疗器械 GMP 等要求，2）研发方面，公司研发中心获国家认可委员会 CNAS 实验室认可证书，所获专利授权覆盖美、欧、日等 30 余国家地区产品，其产品获多国家和地区准入。公司将医疗器械级别的高标准质量控制、灭菌检测用于健康生活消费品的生产中，安全、环保、医学级的消费品品牌形象深入人心。

- **产品端：**公司围绕全棉水刺无纺布技术构建产品集群，**首创“棉柔巾”实现品类创造性成功。**在消费品领域，公司革新性的推出了一系列全棉化理念产品，重点聚焦婴童、女性市场，吻合消费升级背景下高品质消费人群对于安全、健康、环保品质的追求。其中公司创造性推出的“棉柔巾”，使用环保可降解的棉花作为原材料，医学级高标准无菌及质量控制保证其安全性，自上市销售以来引发市场积极反响，实现品类创造性成功。2017-2019 年公司消费品收入分别 21.44/23.84/30.31 亿元，CAGR 达 18.9%，其中棉柔巾创收 5.96/7.18/9.37 亿元，2019 年为公司带来收入占主营收的 30.9%。

3.3 医用敷料

3.3.1 产品构成：高端医用敷料系重点发展方向

公司医用敷料产品包括：1）伤口护理产品；2）感染防护产品；3）消毒清洁产品。细分来看，伤口护理产品包括传统产品（护理与包扎）和高端产品（敷料）；感染防护产品包括手术室专用产品和一般疾控防护产品。

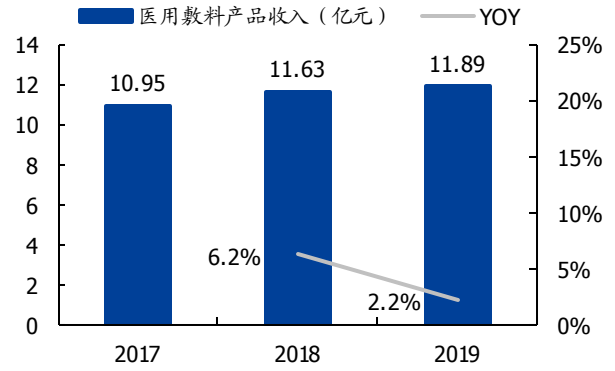
图表 23：医用敷料产品板块主要产品

产品门类	产品类别	具体产品及主要用途
伤口护理产品	传统护理与包扎产品	纱布片、无纺布片、绷带等，用于吸收伤口渗液、包扎伤口及运动防护。
	高端伤口敷料产品	硅胶类敷料、藻酸盐敷料等，用于伤口护理，为伤口提供湿性愈合环境，降低二次损伤。
感染防护产品	手术室感染控制产品	手术组合包、手术衣等，用于预防手术室感染。
	疾控防护产品	口罩、防护服等，用于医护人员及患者隔离防护。
消毒清洁产品	消毒清洁产品	棉签、酒精棉片等，用于伤口清理消毒、日常清洁。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

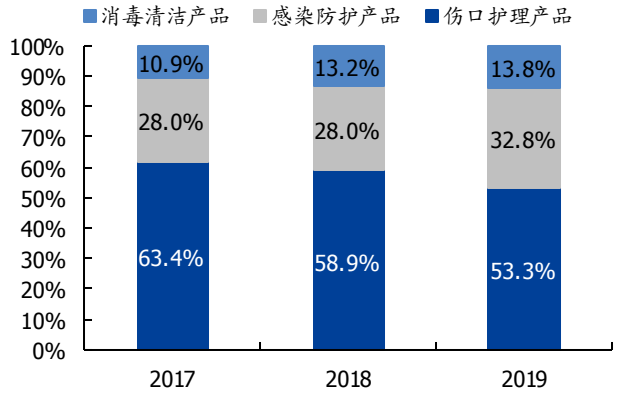
- **伤口护理产品：占医用敷料比重六成，传统包扎为主，高端敷料比重不断提升。**2017-2019 年伤口护理产品销售收入分别 6.39/6.15/5.49 亿元，占医用敷料比重分别 63.4%/58.09%/53.3%。
- **感染防护产品：占医用敷料比重三成。**1）其中 70%为手术室感染控制产品（手术组合包、手术衣、等）。2019 年手术室感染控制产品收入同增 27.9%至 2.41 亿元，增长迅速原因系医院对使用一次性手术用品的接受度提高所致。2）其余 30%为疾控防护产品，包括口罩、防护服等，疫情前增长较为稳定，2018/2019 年分别同增 19.7%/8.9%至 1.37/1.49 亿元。2020/01-2020/05 防疫期间公司合计向社会供应疾控防护产品口罩近 6 亿只、防护服近 650 万件、手术衣等。
- **消毒清洁产品：占比较低，销售保持稳定增长。**公司消毒清洁产品主要是棉签、棉片、棉球等， 2017-2019 年消毒清洁产品销售收入分别为 1.19/1.53/1.64 亿元，占医用敷料比重分别 10.9%/13.2%/13.8%。

图表 24：2017-2019 年医用敷料收入及其 YOY（亿元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 25：2017-2019 年医用敷料收入分产品类别占比（%）



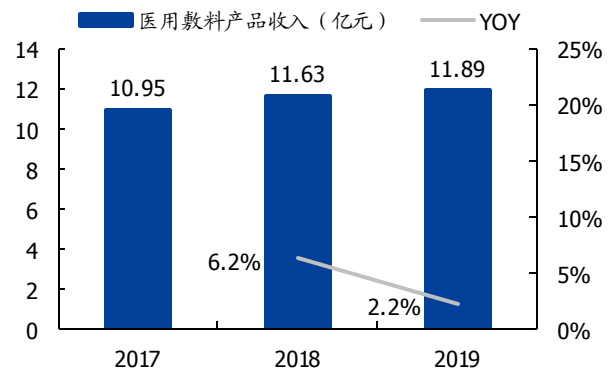
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.3.2 销售模式：七成销往境外，以 OEM 模式为主

公司医用敷料销地覆盖国内外，境外以直销为主，境内以经销为主。1）境外主要为品牌商提供 OEM 加工业务，区域覆盖欧洲、日本和美国；同时通过自有品牌“winner”开拓中东、亚洲等新兴经济市场。**2）境内经营自有品牌，经销为主、直销为辅。**公司医用敷料在境内以自有“winner 稳健医疗”品牌进行销售，渠道**以线下为主，**主要面向医院和 OTC 药店；**线上为辅，**佐以天猫旗舰店、京东旗舰店等线上渠道。

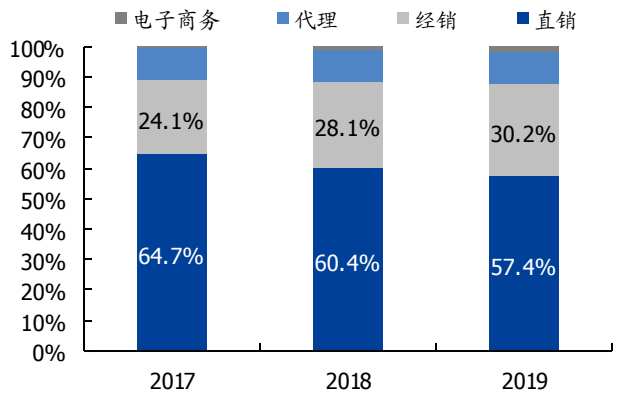
- **直销收入受客户结构调整影响略有下降。**2017-2019 年公司医用敷料直销收入分别为 7.09/7.02/6.82 亿元，收入下降原因主要系公司停止了与部分低毛利率的境外客户的合作。
- **分销收入稳定增长。**2017-2019 年公司医用敷料经销收入分别为 2.63/3.27/3.59 亿元，2018/2019 年分别同增 24.19%/9.69%。公司与经销商深度合作，多方面拓展医院、药店等销售渠道，并通过销售人员收集反馈终端客户需求并不断改进。
- **以境外收入为主，但境内占比不断提升。**公司医用敷料收入以境外为主，2019 年境内/境外医用敷料收入分别为 4.05/7.84 亿元。境外占比从 2017 年 74.5%降 8.5pcts 至 2019 年 66.0%，相对应的境内占比 25.5%升至 34.0%。

图表 26：2017-2019 年医用敷料收入及 YOY（亿元，%）



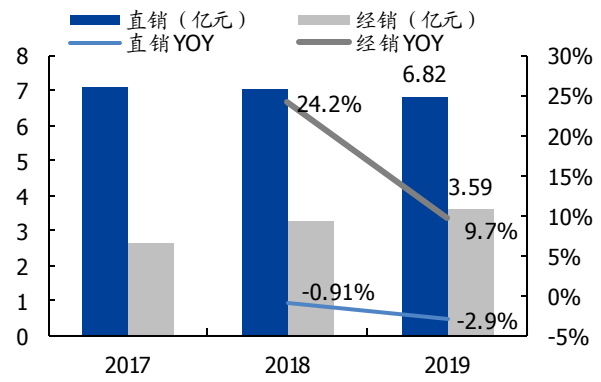
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 27：2017-2019 年医用敷料渠道别收入占比（%）



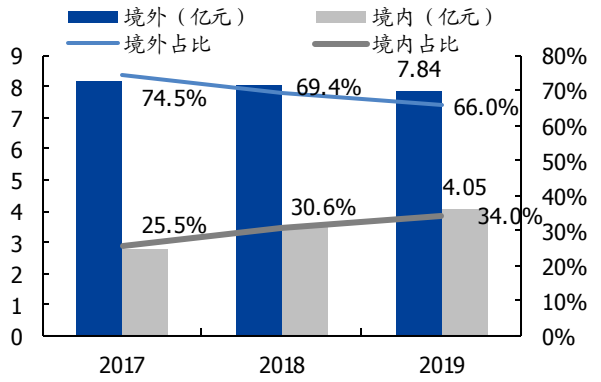
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 28：2017-2019 年医用敷料直销/分销收入及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 29：2017-2019 年医用敷料境内/境外收入及占比（亿元，%）



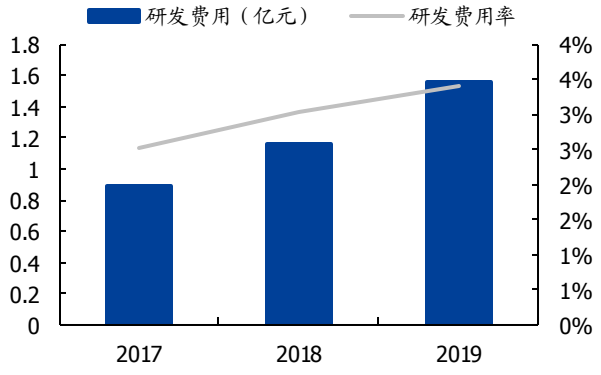
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.3.3 竞争优势：产品创新持续、研发水平雄厚、质量输出稳定

医用敷料业务规模相对稳定，其主要竞争优势**来自于产品的不断创新、研发水平持续升级、质量的稳定输出及其带来的多年行业口碑及品牌积淀。**

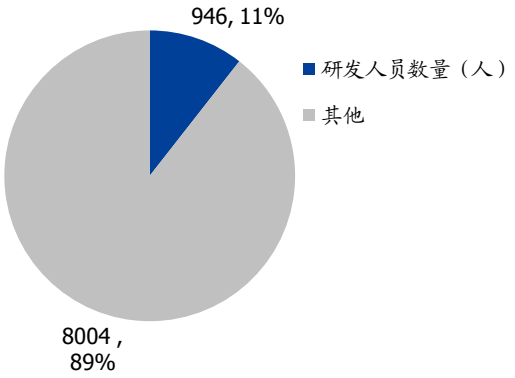
- **品牌端：**医用敷料品牌“winner”系业内知名品牌，品牌建设主要依靠过硬的产品质量及行业口碑，辅以展会、学术论坛、公益活动等丰富品牌形象。1）内销业务方面，**公司渠道触角覆盖广并在全国范围内建立良好口碑。**其医用敷料自主品牌“winner”入驻全国 2000 余家亿元、约 40000 家药店，并在海王星辰等多家知名连锁药店开设品牌专柜。 2）出口业务方面，公司多年稳居中国医用敷料出口前三名，以 OEM 直销的方式为主，产品销往欧洲、日本、美国等 70 余个国家及地区，**凭借优质稳定的产品输出获得客户认可。**
- **研发端：** 1）资金投入方面，2017-2019 年公司研发费用分别 0.89/1.17/1.55 亿元，CAGR 达 32.3%。2）人才投入方面，目前公司设计研发人员共计 946 名设计研发人员，占员工总人数的 10.57%。3）公司研发成果斐然，所获专利授权覆盖美、欧、日等 30 余国家地区，目前取得境内专利 454 项，其中发明专利 30 项、实用新型专利 295 项、外观设计专利 129 项，包括多项无纺布、海藻酸盐、聚氨酯泡棉等高端医用敷料的制造方法。**公司以雄厚研发实力在医用敷料（尤其是高端敷料领域）构建竞争壁垒，以行业标杆级质控水平赢得市场信赖。**

图表 30：2017-2019 年公司研发费用及研发费用率（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 31：公司研发人员数量及占比（人，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- **产品端：持续创新，探索高端医用敷料领域。** 1）以传统敷料为基础，利用全棉水

刺无纺布技术开发仿纱布片等较传统纱布更安全、环保的产品。面向医疗机构用品，从单品产品形式逐渐转为科室手术包系列产品形式，范围覆盖心脑、腹腔、五官等多个科室；面向家庭护理领域，将临床专业产品通过便携化多样包装提供给消费者。2）高端医用敷料是公司战略性着重开发的产品领域之一。公司深耕硅胶类医用敷料、泡沫敷料、抗菌工艺等领域，业务逐步向高端敷料拓展。

3.4 全棉水刺无纺布

全棉水刺无纺布产品收入随公司整体业务增长稳定，2017-2019 年分别 1.98/2.41/2.92 亿元，占主营收入比重保持在 6%左右。全棉水刺无纺布是生产棉柔巾、卫生巾等消费品的主要材料，公司在满足其他消费产品自产需求后，将富裕的产能产量部分对外销售。

图表 32：全棉水刺无纺布产品

类别	主要用途	图示
全棉水刺无纺布	以 100%优质天然原棉为原料，以全棉水刺无纺布技术进行生产，可应用于个人护理、家庭护理、医疗器械、工业擦拭等领域。	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

销售模式：内销占比为主，外销占比提升。全棉水刺无纺布属工业中间品，**1）销售模式以直销为主**，客户主要为恒安国际等卫生巾、湿巾等国内无纺消费品生产制造企业，销售较为稳定。**2）销售地区以境内为主**，2017-2019 年境内销售收入分别为 1.67/1.88/2.18 亿元，内销占比分别为 84.3%、78.1%和 74.7%，但随着公司积极开发国际客户，外销收入有显著提升，由 2017 年 15.7%提升 9.6pcts 至 2019 年 25.3%。

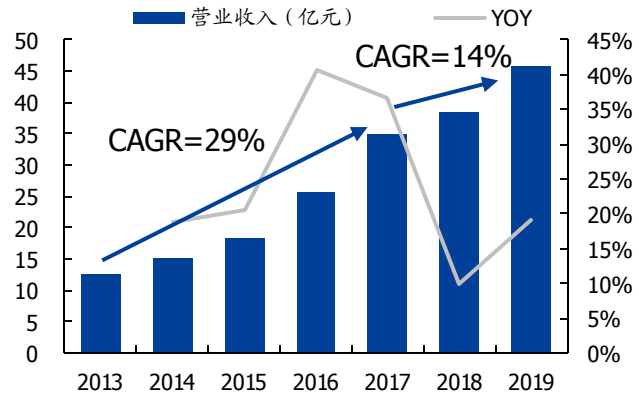
4. 财务分析

4.1 营业收入：消费品拉动增长，境外主要为医用敷料

目前收入/业绩规模稳步增长，2018/2019 年公司收入分别同增 9.8%/19.2%至 38.39/45.75 亿元，归母净利润分比同减 0.6%/同增 28.6%至 4.25/5.46 亿元。**公司经高速发展到稳定扩张：**1）2013-2017 年公司处于高速发展期，营收 CAGR 达 29%；2）2017-2019 年业绩增速放缓，营收 CAGR 为 14%。

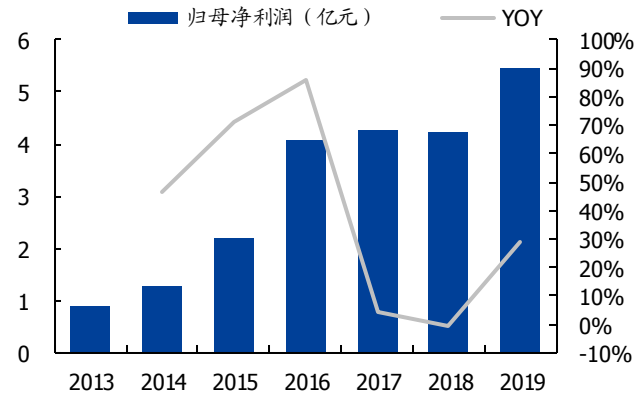
公司深耕主业多年，主营业务占比大且较为稳定，2014 年至今占营业收入比例超 97%。1）主营业务中，健康生活消费品逾六成且占比逐年提升，由 2017 年 62.4%提升 4.8pcts 至 2019 年 67.2%，医用敷料占比呈逐年下降趋势目前不足三成，全棉水刺无纺布销售占比则在 6%左右。2）其他业务收入主要系原材料及边角料销售收入和灭菌收入。

图表 33：2013-2019 年营业收入及 YOY（亿元，%）



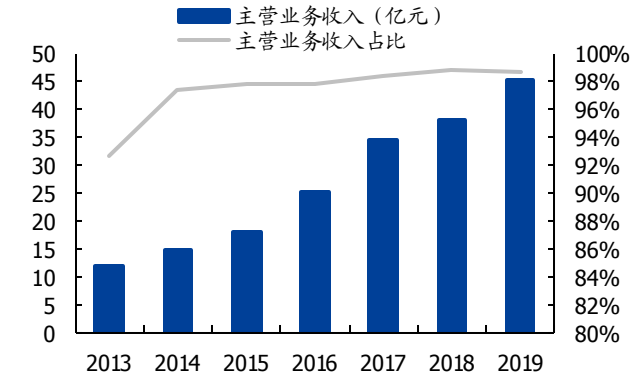
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 34：2013-2019 年归母净利润及 YOY（亿元，%）



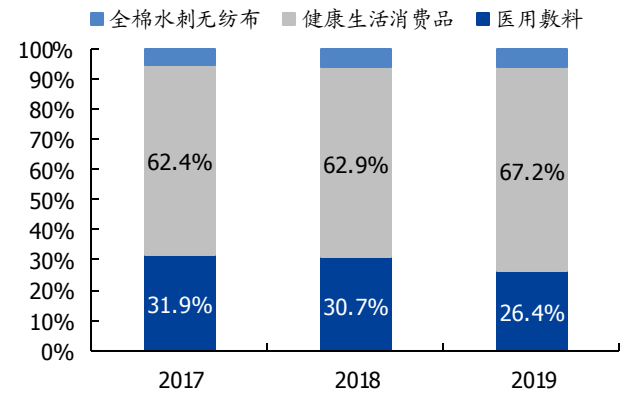
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 35：2013-2019 年主营业务收入及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

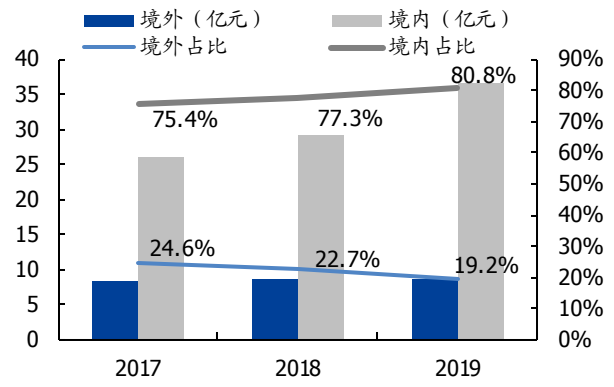
图表 36：2017-2019 年产品别收入占比（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

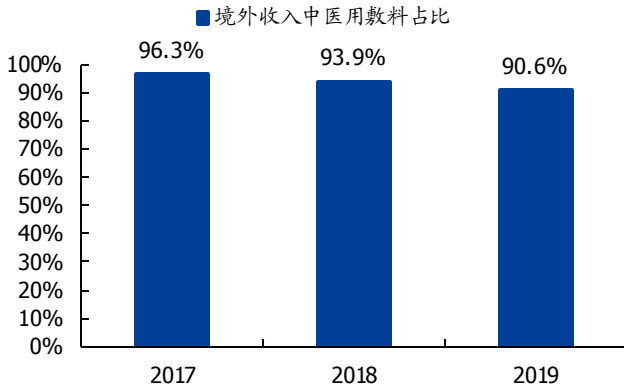
分地区来看，**1）公司大部分系产品境内销售，**2017-2019 年境内销售收入分别为 25.9/29.3/36.5 亿元，占比 75.4%/77.3%/80.8%，境内销售占比呈上升趋势主要系内销的健康生活消费品收入增长拉动。**2）销往境外的产品中，九成以上是医用敷料，主要销往欧洲、亚洲，**出口规模、地域结构比较稳定，2017-2019 年公司稳居我国医用敷料出口企业前三名。

图表 37：2017-2019 年分地区主营业务收入（亿元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 38：2017-2019 年境外收入中医用敷料占比（%）



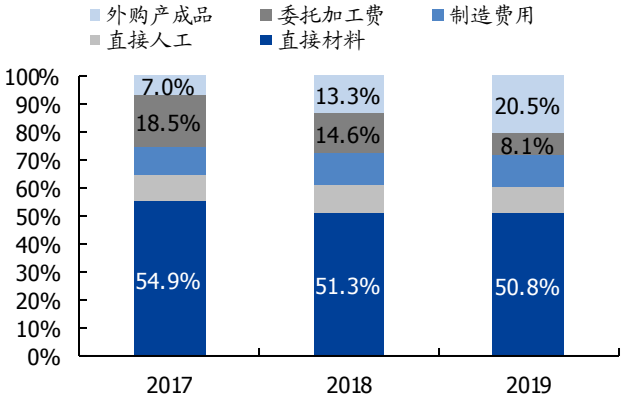
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.2 营业成本及毛利率：毛利率稳中提升

营业成本中约五成为直接材料成本。公司生产成本随业务规模扩大不断增长，其中直接材料成本占比五成且逐年递减，2017-2019 年占生产成本比重分别 54.9%/51.3%/50.8%，故直接材料如棉花等价格变动对与营业成本影响较大。2018 年起公司调整采购模式，将部分委托加工产品转为成品采购模式，委托加工费占比由 2017 年 18.5%降 10.4pcts 至 2019 年 8.1%，相应的外购产成品成本占比由 2017 年 7.0%升 13.5pcts 至 20.5%。

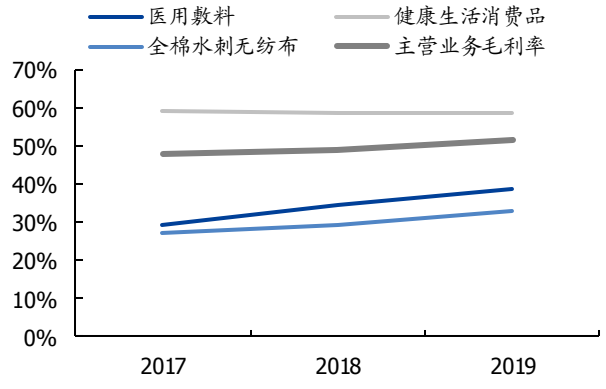
高毛利的消费品占比增加拉动主业毛利率提升。2019 年主营业务毛利率 51.8%较 2017 年 49.2%提升 2.6pcts，主要原因系健康生活消费品毛利率较高，占比提升拉高毛利率。

图表 39：2017-2019 年生产成本构成（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 40：2017-2019 年分产品毛利率（%）

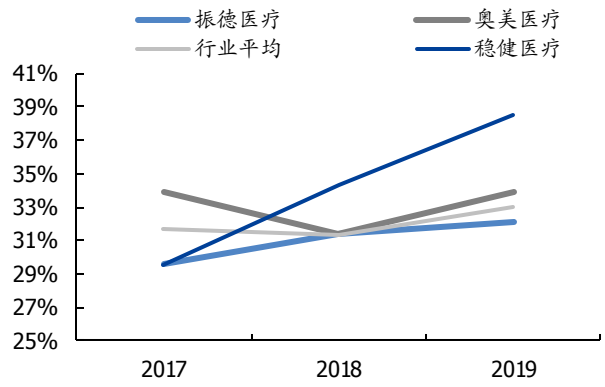


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- **占比最大的健康生活消费品毛利率最高**，近三年稳定在 58%-59%之间。1）分产品来看，其中无纺消费品如棉柔巾、卫生巾，原材料价格降低、销售单价提高，毛利率有所提升；纺织消费品如婴童用品、成人服饰等，受终端折扣影响毛利略有下降。
- **医用敷料毛利率随人民币贬值、生产效率提升逐渐走高**，由 2017 年 29.6%增加 8.9pcts38.5%，目前高于行业平均水平。1）分产品来看，其中高端伤口敷料毛利率由于产品附加值较高，毛利率显著高于其他敷料。2）分销售模式来看，自有品牌经营模式使得公司作为品牌方拥有更高定价权，因此毛利率略高于 OEM 模式。

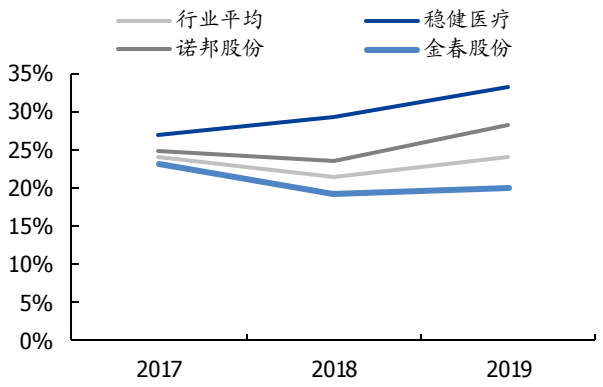
- 全棉水刺无纺布毛利率 2019 年 33.1 较 2017 年提升 3.8pcts，主要系销售单价提升叠加直接材料采购成本降低所致。公司该产品毛利率略高于可比公司，原因系可比公司诺邦股份、金春股份所生产水刺无纺布以化纤原料为主，相比之下公司生产的全棉水刺无纺布温和、环保、产品附加值更高。

图表 41：医用敷料行业产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 42：水刺无纺布行业产品毛利率（%）



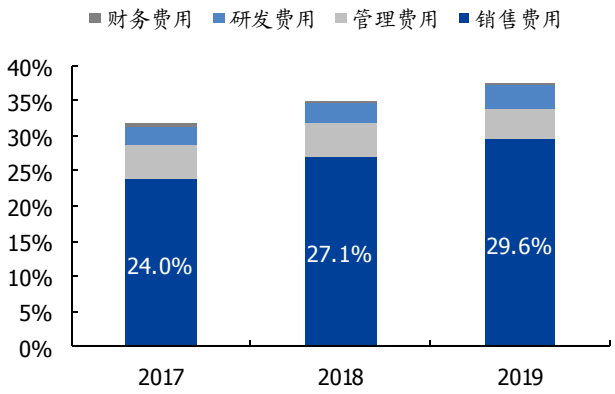
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.3 期间费用：消费品业务销售费用高

期间费用率由 2017 年 31.8%提升 5.7pcts 至 37.5%，主要系其中销售费用率提升 5.6pcts 所致。

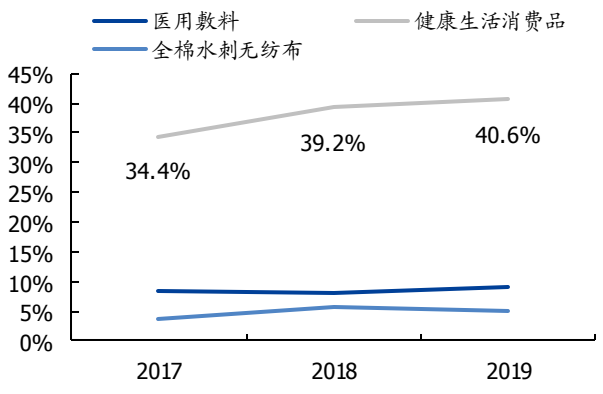
- **销售费用率：**分产品来看，1）健康生活消费品销售费用率较高且有提升趋势，2017-2019 年销售费用率分别为 34.4%/39.2%/40.6%。消费品品牌“全棉时代”品牌建设与渠道推广，占用较多广告与宣传费用，2019 年仅电商平台推广费达 1.69 亿元。且随着“全棉时代”消费品线下直营门店的迅速扩张，职工薪酬、租赁费提升迅速，实扩大业务经营需要。2）医用敷料业以境外 OEM 直销、境内经销为主，销售费用率相对稳定约 8.5%。3）全棉水刺无纺布业务以境内直销为主，销售费用率最低为中低单位数。

图表 43：2017-2019 年公司期间费用率（%）



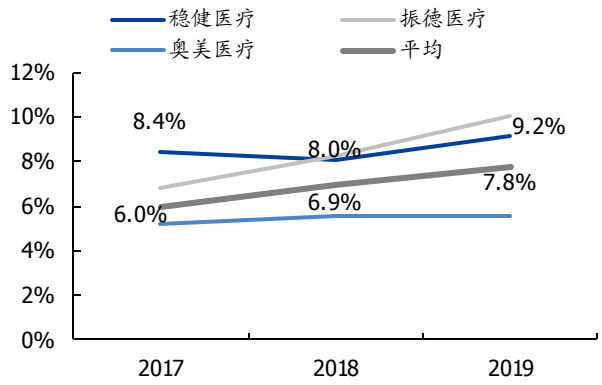
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 44：2017-2019 年分产品销售费用率（%）



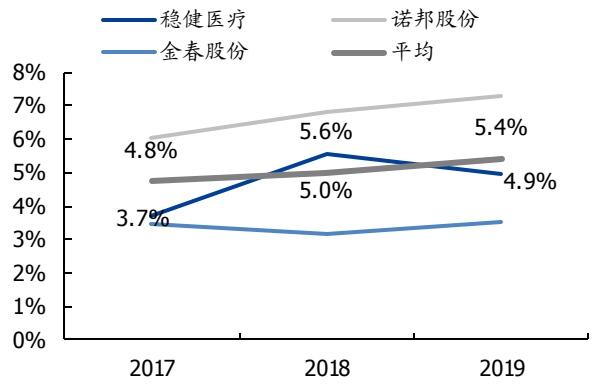
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 45：2017-2019 年医用敷料销售费用率（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

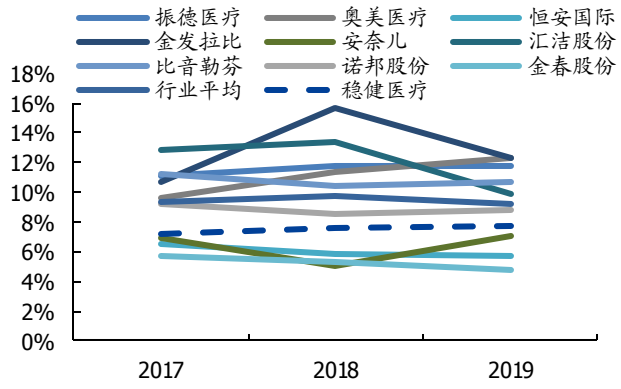
图表 46：2017-2019 年水刺无纺布销售费用率（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

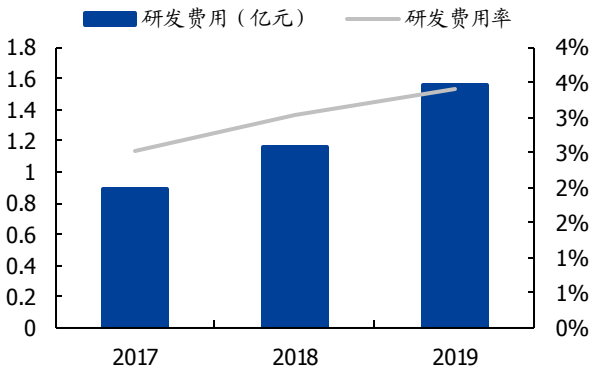
- **管理费用率：**与恒安国际、金发拉比、安奈儿、诺邦股份等可比公司管理费用率水平相比，公司管理费用处于中等偏低位置，近年来相对稳定在 7.5%左右。
- **研发费用率：**公司注重新产品、新工艺的研发创新，尤其是全棉水刺无纺布、高端医用敷料的研发与生产技术，故研发费用增长迅速，2017-2019 分别 0.89/1.17/1.55 亿元，CAGR 达 32.3%，占营业收入比重从 2.5%增加 0.9pcts 至 3.4%，略高于行业平均水平。

图表 47：2017-2019 年各公司管理费用率（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 48：2017-2019 年研发费用及研发费用率（亿元，%）

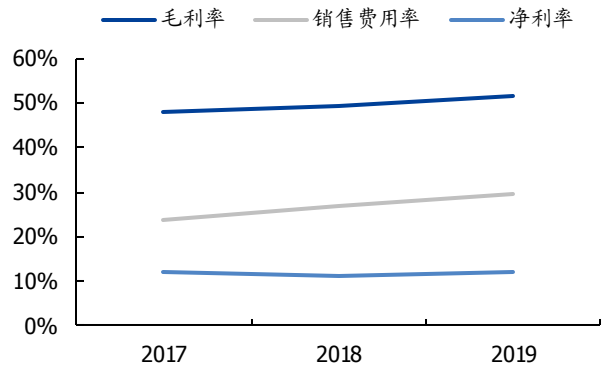


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.4 净利率：保持相对稳定

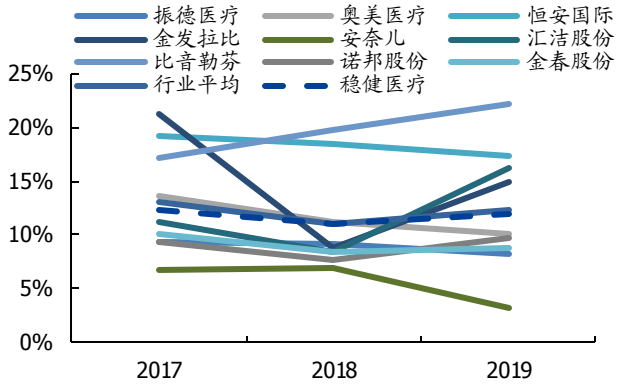
近年公司销售费用率走高，从 2017 年 24.0%提升 5.6pcts 至 2019 年 29.6%，同时消费品占比增加拉动毛利率稳步提升 2.6pcts，**故净利率得以保持相对稳定，2017-2019 年分别为 12.2%/11.1%/12.0%。**较消费品、医用敷料、水刺无纺布等行业可比公司，公司净利率处于中等水平。

图表 49：2017-2019 年公司毛利率/净利率/销售费用率（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 50：2017-2019 年公司净利率（%）



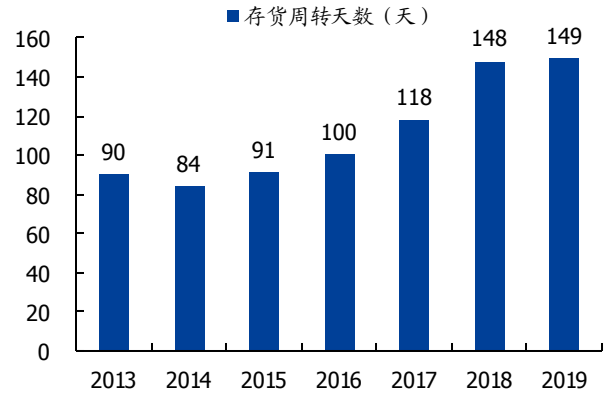
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.5 存货及营运能力：周转变慢，库龄健康

公司存货主要由库存商品构成，库龄健康。2013-2017 年高速发展期期间存货规模增速较快；2017-2019 年增速放缓但仍高于主营业务成本增速，2018/2019 年存货规模分别同增 10.6%/17.7%至 8.43/9.92 亿元，存货周转天数同增 30/1 天至 148/149 天。

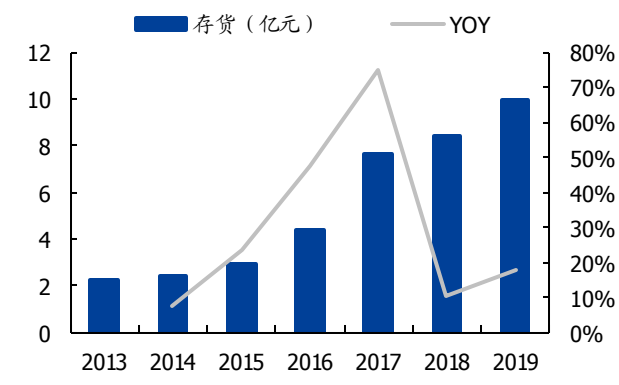
- **分存货结构来看**，1）公司存货中占比最大的是库存商品，2017-2019 年占比分别 46.5%/62.5%/72.1%，比重攀升主要系公司为满足不断扩大的销售规模需要大量备货。2）受棉花进口配额制影响公司需提前一年采购棉花，原材料存货占比较大。但近年随着公司调减棉花采购计划、部分委托加工产品转外购，原材料及委托加工物资占比不断下降，2017-2019 年分别为 36.4%/26.2%/16.9%。
- **分库龄来看，**公司存货绝大多数库龄在 1 年以内。1）健康生活消费品中的婴童服饰、成人服饰等产品受提前季节备货、直营门店铺货、促销活动备货等需要，2019 年末 1 年以上库存占比 12.5%。2）医用敷料、全棉水刺无纺布存货库龄基本在 1 年以内。

图表 51：2017-2019 年存货周转天数（天）



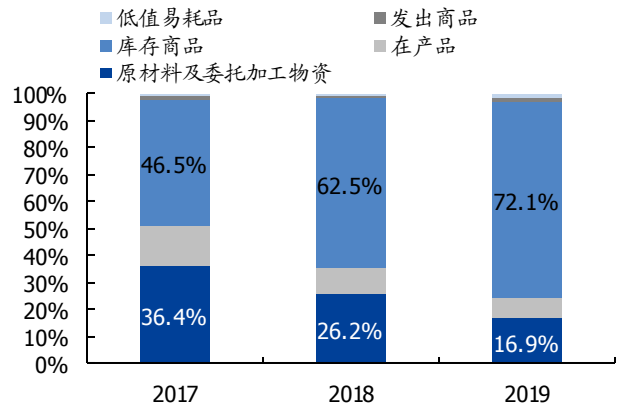
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 52：2013-2019 年存货及 YOY（亿元，%）



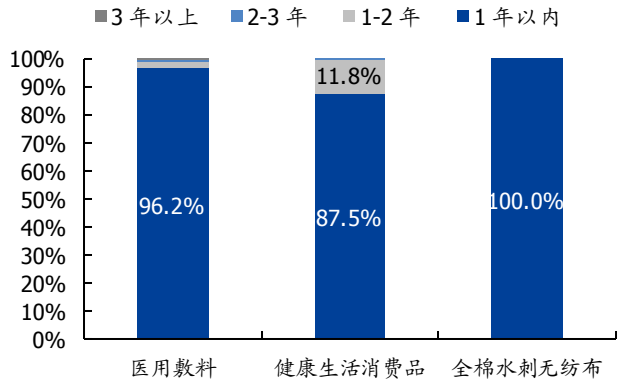
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 53：2017-2019 年存货结构（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

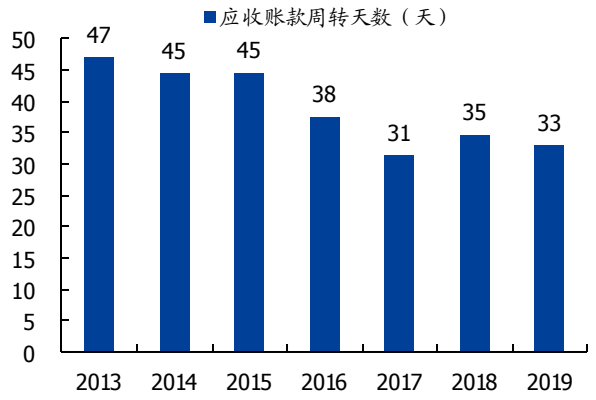
图表 54：2019 年存货库龄结构（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

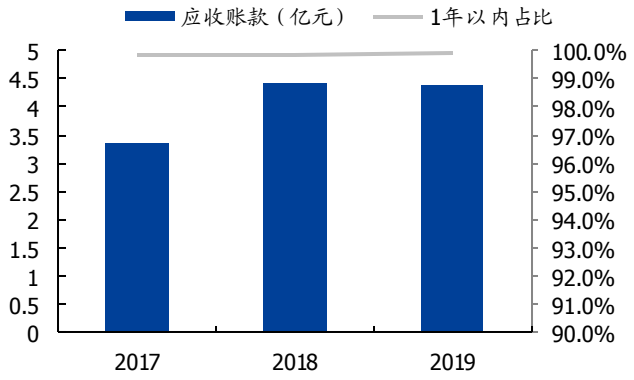
公司应收账款账龄健康、营运改善。公司应收账款主要来自京东自营（消费品电商入仓客户）、国外 OEM 客户（医用敷料客户）和恒安国际（全棉水刺无纺布客户）。1）随公司应收账款管理制度及信用政策优化，公司应收账款周转天数有逐年下降趋势，由 2017 年 47 天下降至 2019 年 33 天。2018 年应收账款天数有所增加，原因系当年京东应收账款余额增加致使增幅高于营业收入。2）应收账款账龄情况健康，近年来 1 年以内应收账款占比维持在 99.8%以上。

图表 55：2017-2019 年应收账款周转天数（天）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 56：2013-2019 年应收账款及 1 年以内账款占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

风险提示

新冠疫情超预期不利消费品终端销售：疫情持续发展不利于公司消费品业务线下门店收入实现，同时对线上业务物流也会带来一定冲击。

市场竞争加剧风险：医用辅料市场竞争格局变化带来公司业务发展奉献。

海外业务拓展不及预期：目前公司医用辅料业务部分收入来自于海外，海外市场变化具

有一定的不确定性。

外汇波动风险：海外业务收入受到外汇影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。